



Informe Económico Mensual



Instituto de Investigación

Nº 163 - Año 17 - 11 de julio de 2018

Escriben en este número: Eloy Aguirre, Gustavo Martín, Héctor Rubini y Eliana Scialabba.

EL DATO DEL MES

Inflación esperada. Las consultoras locales esperan para junio una inflación entre 3,5% y 4,0% como consecuencia de la suba de la cotización del dólar. La mayoría de las proyecciones del sector privado para todo 2018 es de una inflación no inferior al 30%.

LO QUE HAY QUE SABER

Tipo de cambio. La crisis cambiaria estaría llegando a su fin, al menos a corto plazo, pero con mayor inflación que la esperada meses atrás, altas tasas de interés y recesión. El gobierno intentará lograr acuerdos con la oposición para recortes de gasto público conflictivos y de viabilidad incierta antes de las elecciones presidenciales de 2019.

Tasas de interés y expectativas. La crisis cambiaria forzó al BCRA a aplicar una fuerte suba de tasas de interés. Sin embargo, no ha logrado restablecer la confianza, y ya se estima que el dólar tendría una cotización piso a fin de año de \$30.

Actividad económica: Las subas de precios, tipo de cambio, combustibles e insumos dolarizados han tenido impacto negativo en las ventas internas. Sin rebajas de impuestos y con un costo del crédito demasiado alto, las pequeñas y medianas empresas "ajustan" vía postergación de pagos a plazo, y suspensión y despido de trabajadores.

Guerra comercial: EEUU y China aplicaron de manera recíproca aranceles sobre las importaciones, iniciando una guerra comercial de final incierto. EEUU también impuso aranceles sobre importaciones desde la Unión Europea, Rusia, Canadá y México, quienes respondieron con medidas similares. En tanto, el dólar continúa fortaleciéndose, alentando un flujo de capitales de los mercados emergentes hacia EE.UU.

México: Andrés Manuel López Obrador es el nuevo presidente electo del país. Si bien promete combatir la corrupción y la pobreza y reducir el gasto público ineficiente, no es del todo clara su agenda de prioridades en materia económica y de relaciones con EE.UU. y el resto del mundo.

LO QUE VIENE

Ajuste fiscal. Se espera el inicio de negociaciones entre el Gobierno con los gobernadores y legisladores opositores para lograr la aprobación de la Ley de Presupuesto 2019 y los ajustes de gastos comprometidos con el FMI.

Negociaciones salariales. Se espera la revisión de la mayoría de los ajustes salariales acordados, debido a la aceleración de la inflación. El contexto contribuye a una agudización del conflicto social.

EEU-China: La Casa Blanca ha prometido más aranceles sobre importaciones de origen chino. Las autoridades de Beijing ya han anticipado la profundización de nuevas represalias comerciales contra los EE.UU. lo que hace prever más turbulencias, incertidumbre y aversión al riesgo en la economía mundial.

Decano Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales: Héctor F. Dama
Director Instituto de Investigación: Juan Massot - Editor del IEM: Héctor Rubini

Viamonte 1816 - C1056ABB - CABA - Argentina - (+54-11) 4811-5327 / 6052 / 7441
fceye.usal.edu.ar - @usal.fceye

PANORAMA DE ARGENTINA

SEGUNDO SEMESTRE: AJUSTE CON ESTANFLACIÓN

Héctor Rubini

La crisis cambiaria estaría llegando a su fin, pero con mayor inflación que la esperada meses atrás, altas tasas de interés y recesión. El gobierno intentará lograr acuerdos con la oposición para recortes de gasto público conflictivos y de viabilidad incierta antes de las elecciones presidenciales de 2019.

a. Cambio de escenario

Como en otros episodios históricos, el gradualismo fracasó como estrategia de estabilización en una crisis cambiaria. El anuncio del paquete de ayuda (“*bailout*”) el FMI no revirtió la pérdida de credibilidad en las autoridades y en las políticas en curso, y luego de que el tipo de cambio lograra superar los \$28 debió renunciar el presidente del BCRA Federico Sturzenegger, junto a parte del Directorio de la entidad. Asumieron de inmediato como presidente de la entidad Luis Caputo, hasta entonces Ministro de Finanzas, y Gustavo Cañonero, proveniente de Grupo SBS, fondo de inversión local que tiene una alianza estratégica con Franklin Templeton Investments, el principal aportante de divisas para el primer gran freno a la crisis cambiaria del “supermartes” del 15 de mayo pasado.

La demanda de dólares no logró calmarse, y el gobierno optó, dos días después, por la remoción de los ministros de Producción, Francisco Cabrera, y de Energía, Juan José Aranguren. El primero fue reemplazado por Dante Sica, de la consultora ABECEB, ex Secretario de Industria, Comercio y Minería, entre octubre de 2002 y mayo de 2003. El segundo, por Javier Iguacel, titular hasta entonces de la Dirección Nacional de Vialidad. A su vez, el Ministerio de Finanzas retornó a su status de Secretaría del Ministerio de Hacienda, de modo que ahora el gabinete redujo la cantidad de ministerios de 21 a 20.

Los cambios fueron percibidos como reflejo de disensos políticos internos, y los mercados no lograron calmarse a pesar de las medidas iniciales de la nueva conducción del BCRA para frenar la corrida cambiaria. La confirmación del préstamo del FMI el pasado 20 de junio y la suba de la calificación de Argentina de país “de frontera” a “emergente” por parte de MSCI no calmaron la demanda de dólares. En varias ciudades del interior la cotización del dólar superó los \$30, y en la ciudad de Buenos Aires rozó los \$30 el 29 de junio. La incertidumbre subyacente se originó en varios factores que aún hoy prevalecen en la formación de expectativas:

- a) no es del todo clara la coherencia y factibilidad de las metas acordadas con el FMI,
- b) junto con la incertidumbre sobre las principales variables económicas, se han acentuado las dudas sobre los márgenes de maniobra del gobierno para manejar hasta diciembre de 2019 un escenario de estanflación inicial, con mayor desocupación, empobrecimiento y conflictividad social,
- c) en particular, tanto dentro como fuera del país, sigue siendo un interrogante sin respuesta si el Poder Ejecutivo logrará cerrar un acuerdo con gobernadores y legisladores de la oposición para la aprobación del Presupuesto 2019, que según el borrador presentado por el Ministro de Hacienda al Congreso de la Nación, replica los números acordados con el FMI, con un ajuste que se basa en suba de tarifas públicas, recorte de transferencias a las provincias y reducción del gasto en obra pública.

b. Hacia el fin de la corrida cambiaria

Frente a este escenario el **BCRA ha debido optar por una serie de medidas que recién en esta semana empezó a mostrar efectividad, con una leve retracción de la cotización del dólar de los \$29 a menos de \$28 en el mercado mayorista**, al menos. Estas incluyen algunas flexibilizaciones para préstamos a PYMEs con problemas de liquidez:

- a) suba de encajes legales para depósitos a la vista y a plazo, con algunas excepciones: 3 puntos porcentuales desde el 21 de junio y otros 2 a partir del 18 de julio, permitiendo a las entidades constituirlos con Bonos del Tesoro Nacional a 1 año,
- b) reducir la posición diaria máxima en moneda extranjera de los bancos, de 10% a 5% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC, una medida del patrimonio neto líquido) de las entidades,
- c) si esa posición se integra con Letras del Tesoro en Dólares, el tope se eleva al 30%,
- d) la venta al contado de U\$S 400 M por parte del BCRA los días 18 y 19 de junio,

- e) el lanzamiento a partir del 21 de junio de licitaciones diarias de U\$S 100 M hasta agotar el 50% de los U\$S 15.000 M girados por el FMI al Ministerio de Hacienda,
- f) ampliación del monto de la subasta diaria mencionada a U\$S 150 millones los días 28 y 29 de junio,
- g) extensión de la exigencia preferencial de capitales mínimos de 6% sobre préstamos a PYMEs hasta \$10 M, a créditos a esas empresas por hasta \$ 30 M,
- h) habilitación de fondos de franquicias de encajes para financiar préstamos a micro y pequeñas y medianas empresas, y el programa de préstamos para consumo “Ahora 12”,
- i) eliminación de límite de 15% de la RPC para considerar garantía preferida al descuento de documentos, reduciendo la exigencia de provisiones por incobrabilidad sobre esta operación,
- j) aumento de la exigencia de encajes bancarias por otros 3 puntos porcentuales para depósitos a la vista y a plazo a partir del 2 de julio.

A estas medidas del BCRA se sumó la habilitación del Ministerio de Hacienda y Finanzas para participar en las suscripciones primarias de Letras del Tesoro (LETes) con pesos, dólares o Letras del BCRA (LEBAC). Además, el Ministerio de Hacienda ha optado por atraer inversores con LETes en dólares y también en bonos de corto plazo “duales”, denominados en dólares, pero cuya renta y amortización de pagan en pesos. O sea, **deuda interna en pesos, indexada por tipo de cambio**.

En el corto plazo, al menos, **la acción conjunta del BCRA y Hacienda apunta a restringir la liquidez en pesos para frenar la demanda de dólares, y desviar esa demanda hacia activos alternativos en pesos**. Sería el primer paso para reducir el “Ponzi-game” de la emisión exagerada de LEBAC y posteriormente sustituir las Letras Intransferibles en el activo del BCRA por títulos del Tesoro, y retornar de una buena vez a operaciones de mercado abierto convencionales, sin aumentar la deuda cuasifiscal del BCRA como se ha observado desde el año 2002 hasta la actualidad.

La reacción de los mercados muestra que todavía se está lejos de haberse consolidado un escenario de cierre definitivo de la crisis cambiaria iniciada a fines de abril, aunque por primera vez se asiste a medidas que apunten a lo mínimo que debió hacerse desde el inicio de la misma: “secar” la plaza financiera, aumentar la oferta de dólares, ofrecer alternativas de inversión para tornar más atractiva la demanda de títulos en pesos, respecto de títulos en dólares, y un cambio de política orientado a revertir estrategias y prácticas no creíbles o percibidas como no sustentables. El siguiente cuadro muestra a principios de este mes una incipiente estabilización del tipo de cambio y cierta reversión de la suba del riesgo país. Sin embargo, esto **exigirá más medidas a efectos de convencer al mercado de que se corregirán los desequilibrios fundamentales (fiscal y de balanza de pagos) con ajustes de precios absolutos y relativos con impacto distributivo soportable por la población**.

CUADRO 1: INDICADORES FINANCIEROS Y CAMBIARIOS

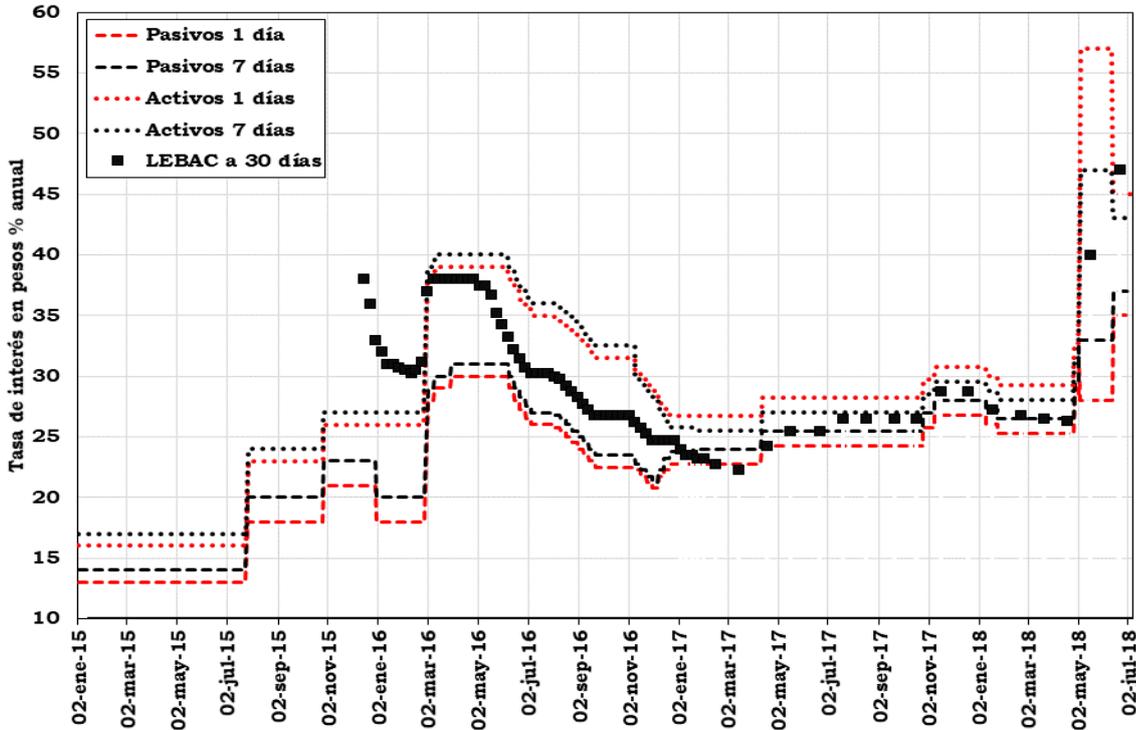
Variable	Unidad	31-dic-17	Fin de						05-jul-18	Var. % desde fin 2017	
			Ene 18	Feb	Mar	Abr	Mayo	Jun		Fin de junio	05-jul-18
Base monetaria (a)	\$ M	1.001.113	966.089	1.002.919	995.473	999.359	1.020.466	1.043.632	1.153.163	4,2%	15,2%
LEBAC + LELIQ	\$ M	1.111.790	1.298.644	1.374.256	1.389.257	1.340.754	1.254.833	1.070.299	1.046.709	-3,7%	-5,9%
Res. intern. Brutas	U\$S M	55.055	62.024	61.509	61.726	56.623	50.098	61.881	60.943	12,4%	10,7%
Res. Int. Netas de dep. en U\$S en BCRA(b)	U\$S M	42.150	45.845	49.387	49.000	44.101	38.752	47.999	47.189	13,9%	12,0%
Tipo de cambio implícito (a)/(b)	\$ / U\$S	23,8	21,1	20,3	20,3	22,7	26,3	21,7	24,4	-8,5%	2,9%
Tipo de cambio min. vendedor	\$ / U\$S	19,3	20,0	20,4	20,8	21,0	26,0	29,4	28,9	52,5%	49,9%
Tipo de cambio Banco Nación vendedor	\$ / U\$S	18,9	19,9	20,4	20,4	20,8	25,4	29,4	28,5	55,6%	50,8%
Tipo de cambio mayorista prom.	\$ / U\$S	18,8	19,7	20,1	20,1	20,7	24,9	28,9	28,2	53,8%	50,1%
Dólar futuro ROFEX a 3 meses	\$ / U\$S	19,2	20,2	20,5	20,8	21,7	26,4	30,7	31,0	59,8%	61,3%
Dólar futuro ROFEX a 6 meses	\$ / U\$S	20,2	21,2	20,9	21,9	22,9	28,5	33,4	34,1	65,4%	68,9%

	Unidad	31-dic-17	Fin de						05-jul-18	Var. en p.b. desde fin 2017	
			Ene 18	Feb	Mar	Abr	Mayo	Jun		Fin de junio	05-jul-18
Riesgo país EMBI Arg	P. básicos	350	373	404	420	430	524	610	581	260	231

Fuente: BCRA, Ministerio de Hacienda y Finanzas y Bloomberg

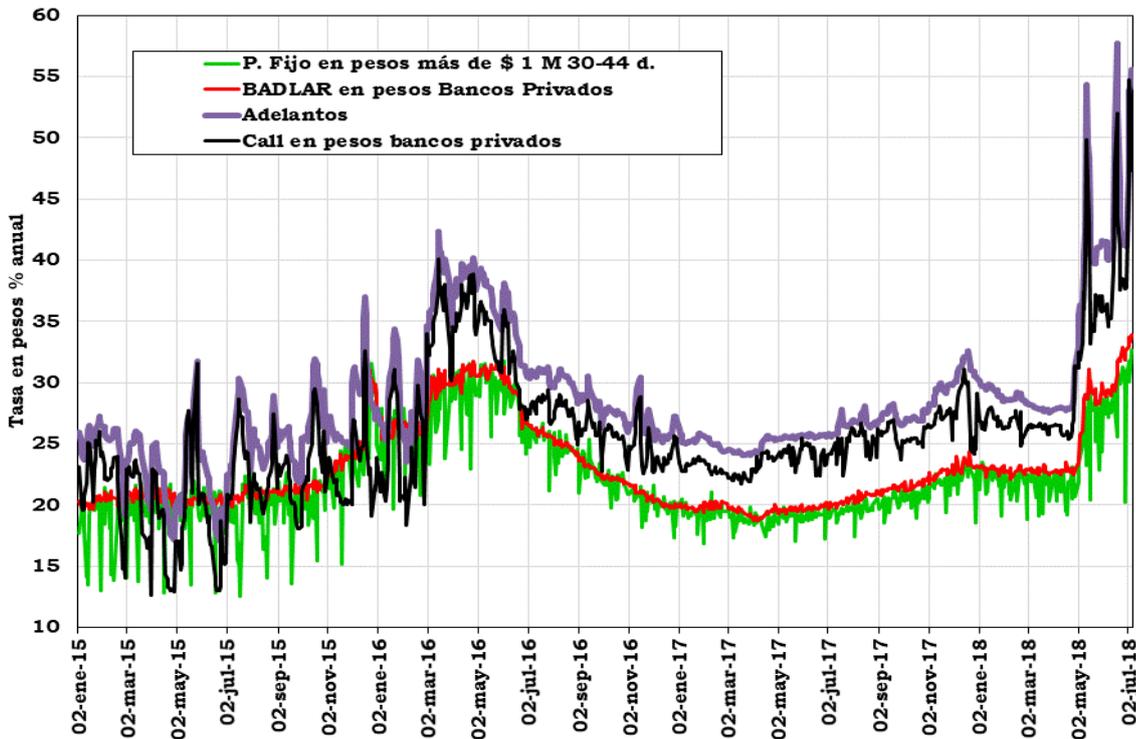
La política monetaria continuará sosteniendo altas tasas de interés por varias semanas. Algo inevitable, aunque con fuerte impacto negativo en la economía real. Los gráficos muestran el fuerte salto de las tasas de interés de control directo del BCRA y de tasas activas y pasivas en pesos. Como es habitual, las pequeñas y medianas empresas y los deudores por descubiertos por tarjeta de crédito pagan tasas activas aún mayores.

GRÁFICO 1: TASAS DE PASES (BCRA) A 1-7 DÍAS, Y DE LEBAC A 30 DÍAS



Fuente: BCRA

GRÁFICO 2: TASAS DE PASES (BCRA) A 1-7 DÍAS, Y DE LEBAC A 30 DÍAS



Nota: los "Adelantos" son los otorgados a empresas privadas no financieras por \$ 10 M o más con acuerdo de 1 a 7 días.

Fuente: BCRA

Por ahora no se esperan grandes novedades, y la coyuntura seguirá atada a las negociaciones con la oposición respecto de los ajustes fiscales. Mientras tanto, el BCRA ha señalado en su último informe de política monetaria varios cambios, en línea con lo acordado con el FMI:

- a) constituir un Consejo de Política Monetaria que pase a ser resolutivo, no meramente asesor, y que publique minutas que transparenten los fundamentos de sus decisiones,
- b) focalizar la política monetaria no sólo en una tasa interbancaria a 7 días, sino en la evolución de los pasivos monetarios y no monetarios del BCRA,
- c) la frecuencia de decisiones de política monetaria pasa de quincenal a mensual,
- d) intervenciones activas en el mercado de LEBAC entre decisiones de tasa de política monetaria en situaciones de alta volatilidad de los mercados.

Un intento, al menos, de enfocarse algo más en **controlar la inflación**.

c. Segundo semestre, y después...

El foco de atención sigue siendo la factibilidad de iniciar la corrección del desequilibrio fiscal y de acordar un sendero no disruptivo con los partidos de oposición. Tanto la viabilidad fáctica como la capacidad del Poder Ejecutivo para lograrlo son hoy fuentes de dudas tanto para los inversores locales como del exterior, en vista de los aprestamientos inevitables para la campaña por las elecciones presidenciales del año próximo.:

CUADRO 2: INDICADORES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

Indicador	Fuente datos	Mes	Var. mensual	Var. interanual
a Empleo sector privado	EIL (Min. de Trabajo)	Mayo	-0,20%	0,70%
b Uso capacidad instalada	INDEC	Mayo	-2,5 p.p.	-0,7 p.p.
c Ventas de gasoil (en m3)	INDEC	Mayo	-0,9%	-2,2%
d Despacho energía eléctrica (GW)	INDEC	Mayo	1,3%	-6,4%
e Estimador Mensual de Act. Industrial	INDEC	Mayo	s.d.	-1,2%
f Producc. autos nacionales	ADEFA	Junio	-15,8%	-13,4%
g Venta autos a concesionarios	ADEFA	Junio	-26,9%	-31,0%
h Patentamiento autos 0 Km.	ACARA	Junio	-17,2%	-18,2%
i Patentamiento motos 0 Km	ACARA	Junio	-36,1%	-18,2%
j Índice activ. construcción	Construya	Junio	-10,2%	-5,4%
k Índice activ. Construcción (sin estac.)	Construya	Junio	-8,9%	-6,9%
l Índice de Confianza de los Consumidores	Universidad Torcuato Di Tella	Junio	-0,3%	-14,4%

Fuente: elaboración propia con datos de las fuentes citadas

Si algo queda claro, es que se trata de una crisis que no tiene origen estricto en factores externos, sino en cambios de composición de cartera y una reacción errática de las autoridades que restó credibilidad y confianza. Recuperarlas no va a ser fácil, pero **exigirá balancear los beneficios futuros con los costos presentes (y visibles) de aplicar a destiempo un ajuste fiscal que debió hacerse dos años atrás**. Más allá de los cambios en el escenario internacional, es claro que **en pocos meses el gobierno deberá mostrar si puede o no avanzar hacia un genuino programa de estabilización y crecimiento, o si el acuerdo con el FMI se limita a un transitorio “blindaje” para simplemente sustituir endeudamiento público externo, por un “festival de bonos” en el mercado interno**. Algo por demás riesgoso, y en un contexto internacional que recién en estos días empieza a mostrar síntomas de aversión al riesgo de activos de países emergentes.:

Nuestro país no ha sido víctima de ningún shock externo, pero se presentan algunas señales externas amenazantes para cambios adversos de origen externo a partir de este semestre. Una es la potencial caída de demanda de activos de países emergentes, y eventualmente de precios de commodities en caso de agravarse la tensión comercial entre EE.UU. y China. Otra, más directa, es **el avance de Brasil en un programa de subsidios a sus plantas automotrices (“Rota 2030”)**, que podría conducir al cierre directo de fábricas en nuestro país y su traslado al país vecino. Una realidad que **exigirá a las autoridades el recurso a políticas económicas y prácticas de muy diferentes, de lo que se ha visto desde diciembre de 2015 hasta ahora**.

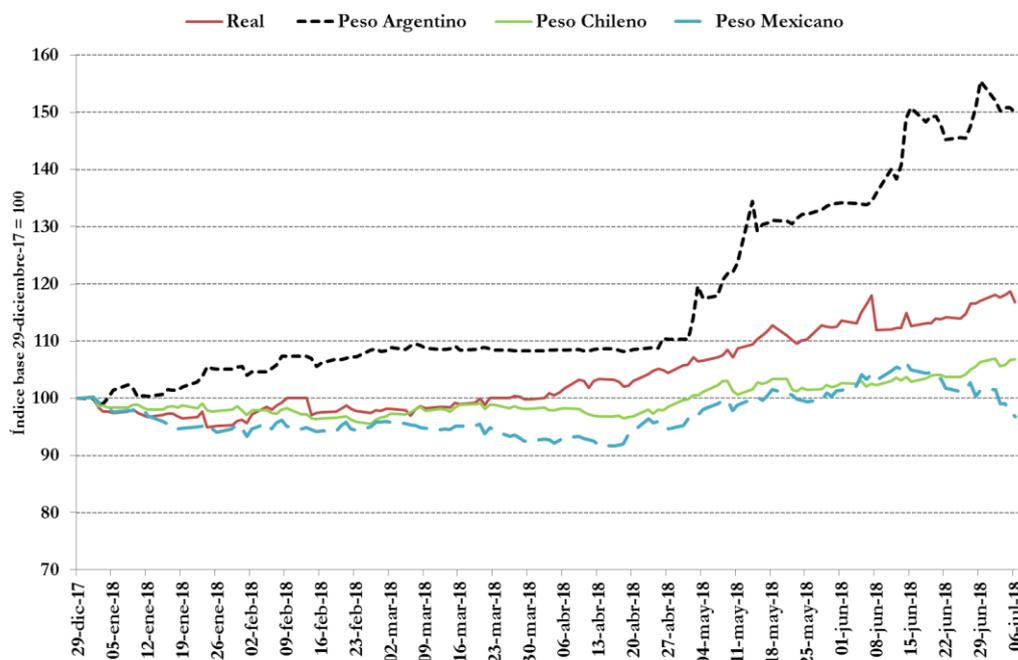
CRÓNICAS DEL DÓLAR

Gustavo Martín

La crisis cambiaria forzó al BCRA a aplicar una fuerte suba de tasas de interés e intervenciones crecientes en el mercado cambiario. Sin embargo, la autoridad monetaria no ha logrado restablecer la confianza, y el dólar podría cotizar a fin de año a no menos de \$30.

Luego de la corrida cambiaria sufrida a fin de abril que se extendió hasta mayo, el gobierno decidió recurrir al Fondo Monetario Internacional (FMI) para tratar de reestablecer la confianza, terminar la salida de dólares y mostrar que son capaces de afrontar con las obligaciones de deuda. De esta manera se esperaba que la corrida contra el peso se acabara. Sin embargo, la corrida continuó y el 15 de junio el presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, es reemplazado por el ministro de finanzas, Luis Caputo. Así el ministerio de Hacienda absorbió al de Finanzas y el gobierno decidió centrar toda su estrategia en tratar de terminar con la corrida cambiaria. Los efectos de la corrida son notorios. Como se observa en el siguiente gráfico, si bien existe una situación internacional adversa y otras monedas se han depreciado en el caso argentino, prevalecieron los factores locales.

GRÁFICO 3: COTIZACIÓN DEL DÓLAR. BASE 29-DICIEMBRE-17=100



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

En principio, el gobierno tomó la decisión de buscar ampliar la oferta de dólares. Para ello, redujo la posición general de cambios de los bancos para que se deshagan de sus dólares y dispuso que utilizaría USD 7.500 M (la mitad de lo que el FMI prestó al gobierno) para contener el valor de la divisa a partir del día 21 de junio en subastas de USD 100 M diarios. Que luego fueron incrementados a USD 150 M los días miércoles y jueves dado el fracaso de la medida. Sin embargo, ni siquiera ello resultó suficiente para restablecer la credibilidad y al final de la semana, el día 29 de junio, el Banco Central debió colocar USD 300 M en dicha subasta y el Tesoro Nacional otros USD 150 M para contener la escalada en el tipo de cambio.

Dado que la volatilidad intradiaria del dólar continuaba siendo alta y las acciones tomadas no parecían detener las compras de dólares, el Banco Central decidió actuar sobre la demanda de dólares incrementando las tasas de interés de las LEBAC en el mercado secundario e incrementando los encajes de los bancos. De esta manera, llevó las tasas de las LEBAC más cortas a 67% el mercado secundario, luego las bajó a cerca del 50%, y elevó los encajes a 26% (3 puntos porcentuales más) y el 18 de julio subirá a 28%¹.

¹ Estos 2 puntos adicionales podrán ser integrados en pesos o en bonos del Tesoro Nacional en pesos a tasa fija con vencimiento noviembre de 2020 valuados a precio de mercado. Ver Comunicación A6526 del BCRA.

Por el momento, esta estrategia de impacto negativo sobre la demanda de dólares parece haber tenido algo de resultado ya que la cotización del dólar en el mercado mayorista cayó un 3,5% entre el 29 de junio y el cierre del 7 de julio, luego de haberse devaluado un 3,1% entre el 15 de junio y el 29 de ese mes. De esta manera, desde que asumió Caputo en el BCRA la cotización del dólar declinó 0,5%.

CUADRO 3: INCREMENTO DE COTIZACIÓN DEL DÓLAR EN FECHAS SELECCIONADAS

	Peso	Real	Peso Chileno	Peso Mexicano
29/12/17 al 30/04/18	10,3%	5,8%	-0,3%	-4,8%
30/04/18 al 15/06/18	36,7%	6,4%	3,3%	10,2%
15/06/18 al 6/7/18	-0,5%	3,8%	3,9%	-7,8%
29/12/17 al 6/7/18	50,0%	16,8%	6,9%	-3,2%

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

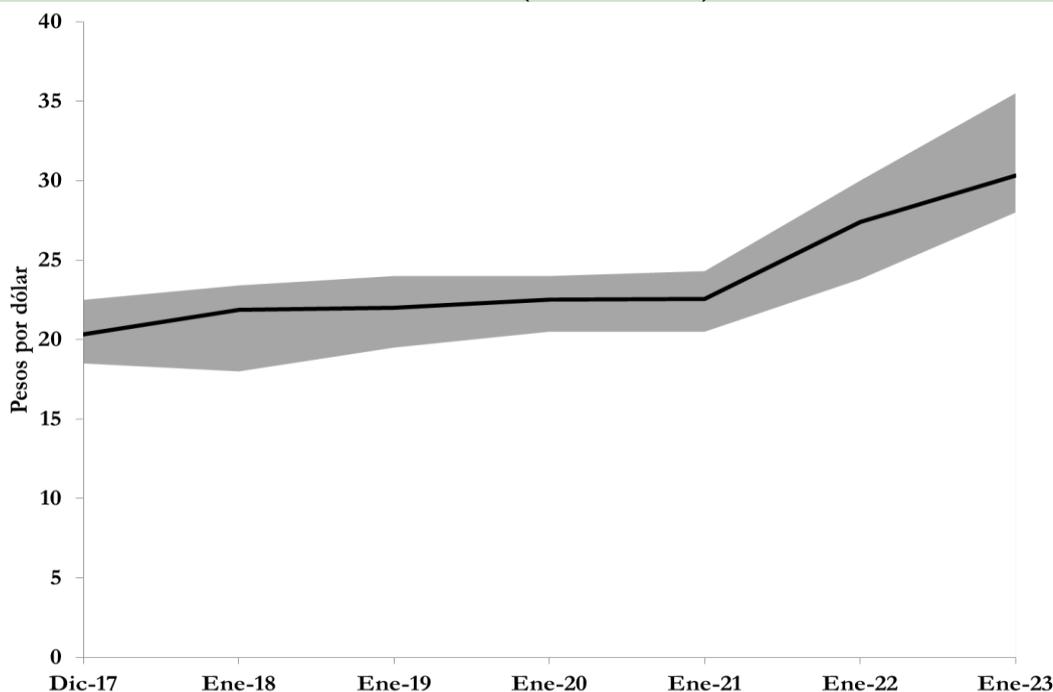
Restaría determinar qué depara lo que queda del año para la cotización de la moneda. Una semana de buenos resultados no auguran de por sí el fin de la corrida cambiaria aunque haya sido un buen comienzo. Según el último REM publicado por el BCRA que contiene las expectativas a fin de junio, muestran que existe una alta dispersión.

CUADRO 4: TIPO DE CAMBIO (\$/U\$) A FIN DE AÑO (REM)

Período	Mediana	Promedio	Desvío	Máximo	Mínimo
Dec-18	30,3	30,5	1,4	35,5	28,0

Fuente: elaboración propia en base a BCRA

GRÁFICO 4: TIPO DE CAMBIO ESPERADO (REM-BCRA)



El área gris indica el máximo y el mínimo esperado
 Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Cabe destacar que estas medidas tomadas por el BCRA y el gobierno para contener el dólar tienen un costo significativo en el nivel de actividad ya que las tasas de LEBAC en estos niveles implican un impacto negativo en el costo financiero de las empresas ya que las demás tasas activas se acomodan a estas. Por caso, el siguiente cuadro muestra las tasas de mercado:

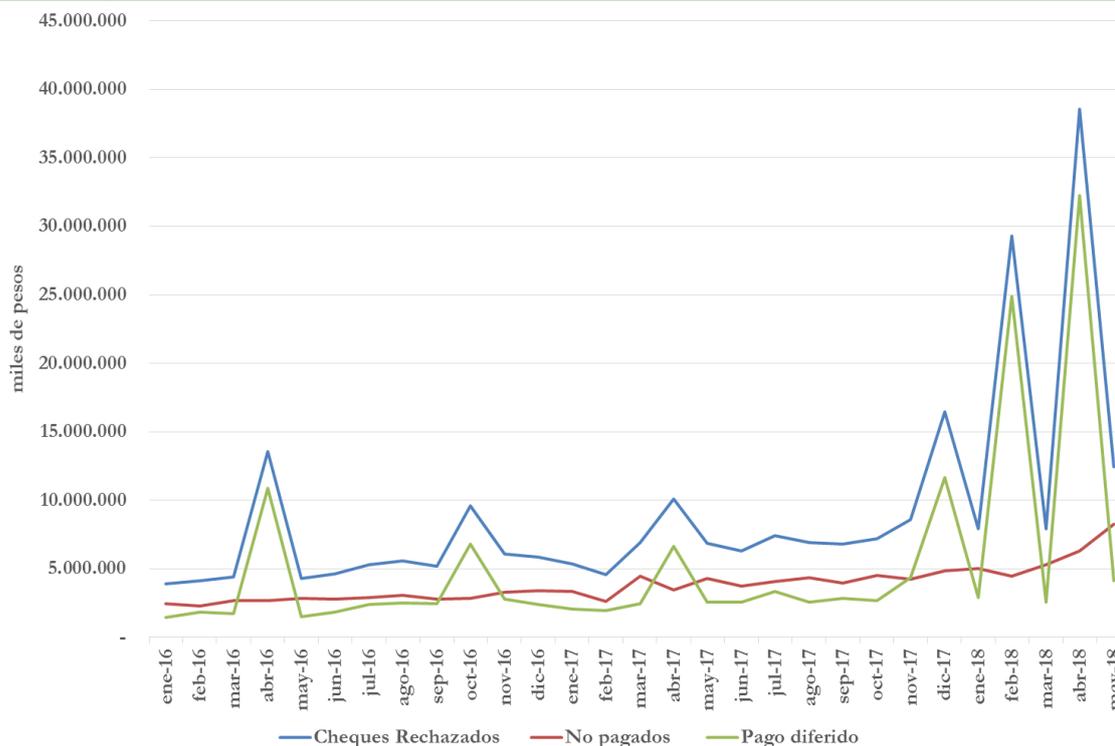
CUADRO 5: TASAS ACTIVAS

	Préstamos personales	Adelantos	Call en Pesos		Pases
	Pesos	Pesos	Entre Bancos Privados	Total	Entre Terceros
Tasa al 5/06/18	46,6	55,4	53,0	52,7	50,1
Diferencia con 29/06/18 en puntos porcentuales	2,9	14,3	15,3	14,0	12,7

Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Asimismo, la cantidad de cheques rechazados aumentó de manera significativa desde fines de abril tanto en monto como en cantidad, y particularmente aquellos cheques de pago diferido, lo que significa que las empresas e individuos se están financiando vía sus acreedores difiriendo las fechas de pagos. Así, desde el Ministerio de Producción y dados los aumentos en los costos financieros se decidió subsidiar la tasa a la que los cheques son descontados de modo de reducir algunos costos financieros, en particular para las PYMES. Estas ahora pagarían una tasa de 29% anual por descontar cheques y hacerse del efectivo².

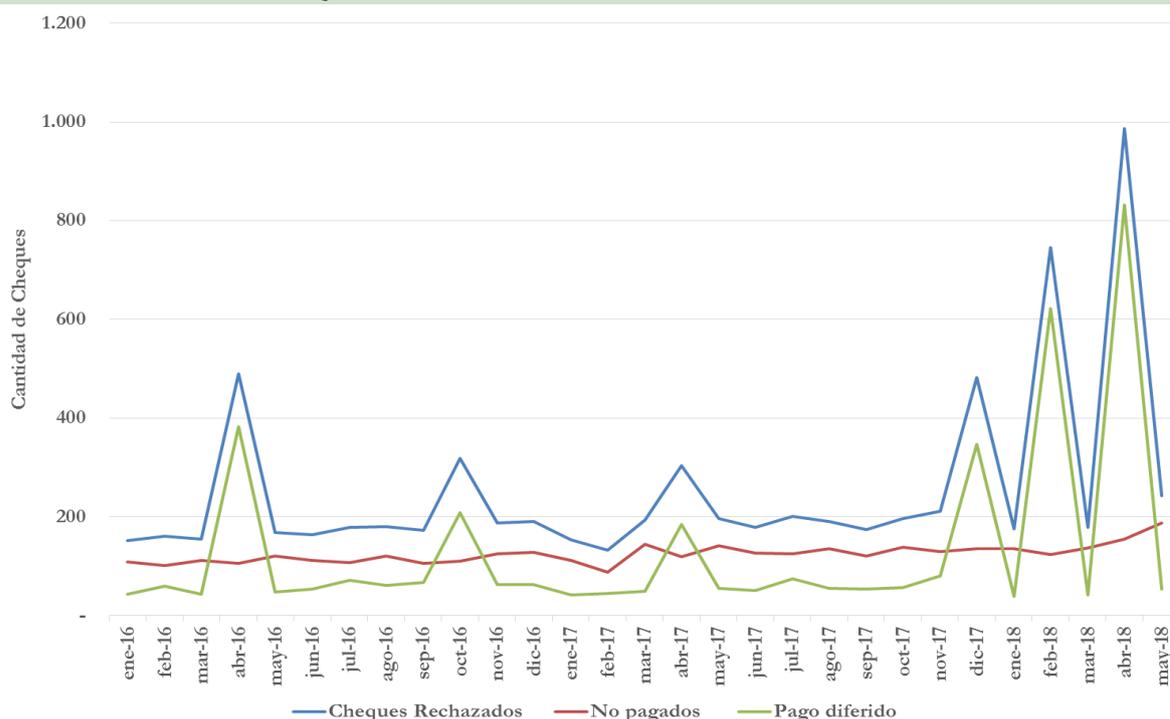
GRÁFICO 5: CHEQUES RECHAZADOS EN MILES DE PESOS POR CATEGORÍA



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

² El acuerdo se realizó con 12 bancos del sistema: Banco Nación, Banco de la Provincia de Buenos Aires, Banco Ciudad, Banco de Córdoba, Banco de la Rioja, Banco de La Pampa, Banco de Santa Fe, Banco de Entre Ríos, Banco de Corrientes, Banco de Tierra del Fuego, Banco de Neuquén y Banco Credicoop.

GRÁFICO 6: CANTIDAD DE CHEQUES RECHAZADOS POR CATEGORÍA



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Aún a pesar de las medidas tomadas, según las expectativas del REM publicadas por el BCRA, se espera, una contracción en el tercer trimestre del año y un crecimiento anual de 0,5% cuando se esperaba 3% a principios de año. Si bien el subsidio a la tasa del descuento de cheques fue posterior al REM, no es esperable que modifique sustancialmente el diagnóstico actual. Con tasas de LEBAC al 50% la tentación de hacerse de pesos para aprovechar esta tasa y usarla en este tipo de inversiones o apostar al dólar, que aún genera incertidumbre, es muy alta. De esta manera, la efectividad de esta medida con el objetivo de impulsar la producción posiblemente sea reducida o nula.

PANORAMA INTERNACIONAL

LA GUERRA COMERCIAL YA COMENZÓ

Eliana Scialabba

EEUU y China aplicaron de manera recíproca aranceles sobre las importaciones, iniciando una Guerra commercial de final incierto. EEUU también impuso aranceles sobre importaciones desde la Unión Europea, Rusia, Canadá y México, quienes respondieron con medidas similares. En tanto, el dólar continúa fortaleciéndose, alentando un flujo de capitals de los mercados emergentes hacia EE.UU..

1. Contexto

Estados Unidos y China ya se encuentran en el campo de batalla de lo que Pekín denominó la “mayor guerra comercial” de la historia económica³. El pasado viernes 6 de julio ambos países aplicaron de manera recíproca aranceles sobre las importaciones del otro por US\$34.000 millones. No obstante, los datos positivos del mercado de trabajo de los Estados Unidos contrarrestaron el impacto negativa derivado de las tensiones comerciales.

En el caso de China, el crecimiento económico del segundo trimestre se habría desacelerado, debido a los esfuerzos del gobierno por disipar los riesgos asociados a la deuda, los cuales limitan el nivel de actividad; y la guerra comercial que amenaza a las exportaciones. El Banco Popular de China ha reducido los requisitos de reserva tres veces este año y ha

³ China acusa a EEUU de la "mayor guerra comercial" tras entrada en vigor de aranceles, 6 de julio de 2018. <https://lta.reuters.com/article/businessNews/idLTAKBN1JW1DV-OU5LB>

pasado del término “desapalancamiento” a “desapalancamiento estructural”, un cambio que sugiere restricciones menos fuertes a la deuda.

En este escenario, la Unión Europea también implementó aranceles del 25% a una serie de productos provenientes de los Estados Unidos y propuso la creación de una nueva ley para proteger las inversiones extranjeras, mientras que Rusia informó sobre la aplicación de aranceles adicionales del 25% al 40% a algunos equipos de construcción de carreteras, equipos de petróleo y gas, instrumentos de procesamiento de metales, equipos de perforación y fibra óptica provenientes de la mayor economía mundial.

Las respuestas a las acciones proteccionistas por parte de la UE se dan en un contexto en el que alcanzó acuerdos de libre comercio con Japón y México, se encuentra negociando con el Mercosur e iniciará negociaciones en julio con Australia y Nueva Zelanda; e impulsan una reforma de la Organización Mundial del Comercio (OMC) con el objetivo de garantizar el libre comercio.

2. *El inicio formal de la guerra comercial*

Con la “guerra comercial” en marcha, Donald Trump, en lugar de calmar las aguas, advirtió que podría subir los aranceles a los bienes provenientes de China hasta unos US\$ 500.000 millones – equivalente casi a la totalidad de importaciones provenientes del gigante asiático a la primera economía mundial durante 2017-. Sin embargo, las represalias de China a cientos de bienes provenientes de los Estados Unidos, incluyen las principales ventas al país asiático: soja, sorgo y algodón.

A su vez, también se han tensado las relaciones entre los Estados Unidos y la Unión Europea, luego que la Trump decidiera aplicar aranceles a las importaciones al acero (25%) y aluminio (10%). Asimismo, esta medida también se extendió a Canadá y México. La Comisión Europea adoptó formalmente el 6 de julio, una ley que fija aranceles por 2.800 millones de euros sobre el acero, aluminio, productos agrícolas y motos, entre otros bienes, provenientes de los Estados Unidos. Sin embargo, la UE planteó que en caso que Washington retire los gravámenes sobre los metales, eliminará los aranceles sobre el acero y aluminio.

A pesar de los perjuicios que generará a la economía global la puesta en marcha del proteccionismo, la UE rechazó la propuesta de China de formar una alianza entre ambos, aunque esta incluía la apertura de más mercado de chinos. En la cumbre China – UE a realizarse en Pekín el 16 y 17 de julio, se elaboraría un comunicado en el que las partes reafirmarían su compromiso con el sistema de comercio multilateral.

3. *La fortaleza interna de los Estados Unidos*

La decisión de Donald Trump de avanzar con la guerra comercial le traerá más de un dolor de cabeza a los Estados Unidos. No obstante, el mercado de trabajo sigue mostrándose sólido, lo que ayuda a contrarrestar el impacto negativo de la escalada proteccionista.

La tasa de desempleo se ubicó en el 4%, por encima del mínimo en 18 años del 3,8% de junio, debido a que más personas decidieron ingresar al mercado laboral, mientras que el salario promedio por hora se incrementó un 0,2% mensual. De esta forma, la moderada suba de los salarios disipó los temores de las presiones inflacionarias, lo que permitirá a la Reserva Federal mantener el esquema de subas graduales de tasas de interés, tras la suba de 25 puntos básicos en la reunión del 12 y 13 de junio, que las llevó a un rango de 1,75% a 2%.

Asimismo, según datos del Departamento de Comercio, el déficit comercial se redujo en mayo un 6,6%, a US\$ 43.100 millones – mínimo en un año y medio -, y las estimaciones de crecimiento del PBI para el segundo trimestre se encuentran por encima del 4% interanual, el doble que en el primer trimestre, lo que indica que el terreno interno la economía se encuentra sólida.

Por otra parte, Washington se encuentra en etapas de renegociación del Tratado de Libre Comercio (NAFTA, por su sigla en inglés) con Canadá y México, luego de 24 años de vigencia. El resultado electoral de México, con el triunfo de Lopez Obrador, ha llevado a que el electo presidente y el líder de los Estados Unidos comiencen conversaciones sobre comercio y el NAFTA, como así otros temas de interés común, como la seguridad en la frontera que comparten ambos países.

4. Eurozona: el BCE busca mantener los costos de la deuda bajo control

La inflación interanual del mes de junio se elevó al 2% interanual en la Eurozona, igualando a las expectativas de mercado, y ubicándose en el mayor valor desde febrero de 2017.

En este escenario, el Banco Central Europeo (BCE) está considerando comprar más bonos a largo plazo⁴ a partir del próximo año, con el objetivo de mantener bajo control los costos de endeudamiento de la zona euro, incluso después que deje de inyectar dinero en la economía. Este giro en la política monetaria del BCE está dirigido a limitar el envejecimiento natural de su cartera de bonos de 2,6 billones de euros y a controlar los rendimientos de los bonos a largo plazo, un determinante clave de los costos de endeudamiento para los gobiernos, las empresas y los hogares.

CUADRO 6. BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS. PRINCIPALES PAÍSES DE LA EUROZONA. 9/7/2018

Países	Rendimiento	Variación mensual	Variación anual
Alemania	0,31%	-15,0%	-27,0%
España	1,31%	-17,0%	-44,0%
Francia	0,64%	-20,0%	-31,0%
Grecia	3,83%	-86,0%	-159,0%
Holanda	0,46%	-18,0%	-31,0%
Italia	2,66%	-45,0%	34,0%
Portugal	1,82%	-25,0%	-130,0%
Reino Unido	1,27%	-12,0%	-3,0%

Fuente: elaboración propia en base a datosmacro.com

El próximo año el BCE transferirá alrededor de 180.000 millones de euros, de los cuales alrededor de 50.000 millones son solo deuda alemana. Asimismo, alrededor del 15% del stock de bonos del gobierno que tiene el BCE tendrá que renovarse en 2019 y alrededor del 40% en los próximos cinco años, de acuerdo con las estimaciones de Goldman Sachs.

Para los mercados de bonos, esos flujos se convertirán en un factor clave, eliminando el estímulo masivo que ha reducido los costos de endeudamiento del gobierno durante años. La tasa de interés de referencia a 10 años de la zona euro actualmente se ubica en 0,34% en comparación con el 1,27% hace cuatro años, antes de que el BCE comenzara sus compras masivas de bonos del gobierno.

Si bien el tema está en los planes de la autoridad monetaria, no se debatió en la última reunión de política monetaria, y se espera una decisión al respecto en la reunión de en julio o septiembre.

5. Japón y mercados emergentes

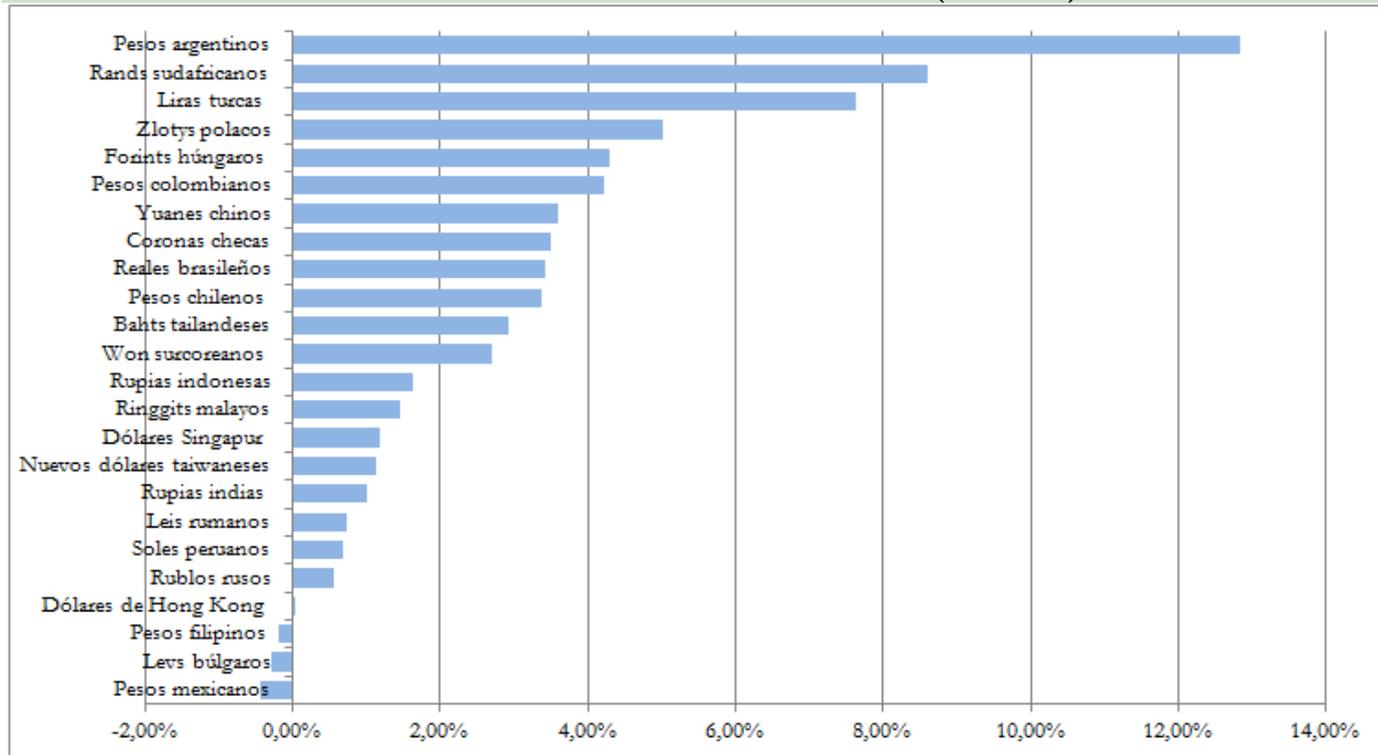
En Japón, la inflación se mantuvo estable en mayo respecto al mes previo y se incrementó un 0,7% interanual, indicando que el banco central se enfrenta al desafío de “torcer” la evolución de precios, debido a que los estímulos de los últimos cinco años no han logrado acercar la inflación al objetivo del 2%. Por este motivo, se espera que el Banco de Japón tarde más tiempo en finalizar el ciclo de política monetaria ultraexpansiva.

Por otra parte, el fortalecimiento del dólar desde mediados del mes de abril ha incrementado el riesgo crediticio de varias economías emergentes, dadas las depreciaciones de sus monedas. De esta forma, durante la primera semana de julio las monedas de los mercados emergentes cayeron por sexta semana seguida luego de que los Estados Unidos dispararan el primer tiro en una disputa comercial entre las principales economías del mundo. Las acciones, en tanto cayeron, por cuarta semana.

⁴ Esta medida sería una reminiscencia de la Operación Twist de la Reserva Federal de los Estados Unidos, la cual, reemplazó los bonos a corto plazo con deuda a largo plazo por tasas de interés de mercado más bajas e impulsar una economía en crisis. En la operación más reciente, Ben Bernanke vendió US\$ 667.000 millones de deuda a corto plazo para sustituirla por valores a mayor plazo.

De acuerdo a Moody's, un dólar fuerte presionará a la baja a las reservas de dividas en países como Argentina, Ghana, Mongolia, Pakistán, Sri Lanka, Turquía y Zambia, mientras que para la calificadora, Chile, Colombia, Indonesia y Malasia no son vulnerables en el corto plazo. A su vez, Brasil, China, India, México y Rusia son los menos vulnerables ya que dependen menos de las entradas de capital externo.

GRÁFICO 7. COTIZACIÓN DEL DÓLAR. VARIACIÓN % DEL ÚLTIMO MES (6/7/2018)



Fuente: elaboración propia en base a datosmacro.com

Debido al fortalecimiento del dólar y la suba de la tasa de interés de los Estados Unidos, los mercados emergentes han sufrido una reversión en sus flujos de capitales, por lo que se encuentran utilizando alrededor de US\$ 6.000 millones de reservas extranjeras en un esfuerzo por apuntalar las caídas de divisas, según informa el Wall Street Journal⁵.

Brasil gastó casi US\$ 44.000 millones en intervención de mercado este año, India cerca de US\$ 17.000 millones, y Argentina más de US\$ 10.000 millones de reservas internacionales.

No obstante, la intervención de los bancos centrales no siempre funciona. La moneda de Brasil cayó casi un 14% en lo que va de 2018, la rupia india bajó un 7,1%. A pesar de que el peso argentino se recuperó casi un 4% este mes, aún está abajo del 34% en el año y acumula una caída del 65,7% en un año.

En síntesis, en Brasil continúa la recuperación económica con proyecciones de incremento en las tasas de crecimiento del PIB para el año 2019. Igualmente, todavía existen protestas y problemas sociales que podrían tener consecuencias negativas en lo económico, persiste la tasa de desempleo alrededor del 13% y el déficit fiscal consolidado mayor al 8%.

⁵ Emerging Markets Fight Back to Bolster Currencies, 9 de Julio de 2018. <https://www.wsj.com/articles/central-banks-try-to-bolster-their-currencies-its-not-always-working-1531128600?redirect=amp#click=https://t.co/hFUQzyvAcc>

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE MÉXICO

Eloy Aguirre

La economía mexicana creció en 2017 un 2% y se espera un crecimiento del PIB del 2,3% para el año 2018. El flamante presidente Andrés Manuel López Obrador llega con la promesa de luchar contra la corrupción, reducir la pobreza y disminuir el gasto público.

1. Introducción

Durante el año 2017 el crecimiento mundial alcanzó el 3,8% y se proyecta para el año 2018 una tasa del 3,9% dando señales de fortalecimiento. Las economías del G7 crecieron 2,1% en 2017 y según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) llegarían a un 2,4% para el año 2018. A su vez, en 2017 las economías de países emergentes tuvieron un incremento del PIB de 4,8% con una proyección de 4,9% para el 2018, mientras que América Latina tuvo un crecimiento del 1,2% en el año 2017 y se proyecta 2% para el año 2018.

En este contexto el PIB mexicano aumentó 2% en el año 2017, por encima del promedio de América Latina, y se espera un incremento del 2,3% para este año. El impulso de la economía mexicana dependerá en mayor medida del crecimiento y de la demanda de EEUU, que luego de un crecimiento del 2,3% en el año 2017 se proyecta un incremento del PIB de 2,9% para el año 2018.

Asimismo, los países de México, Canadá y EEUU se encuentran renegociando el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). El resultado de estas negociaciones serán de suma importancia para el futuro de la economía mexicana. En este marco, el nuevo gobierno mexicano asume con la promesa combatir la corrupción, generar inversiones productivas, reducir la pobreza y austeridad en los gastos de gobierno.

2. Contexto político

Luego de haber perdido en dos ocasiones las elecciones presidenciales de México, en su tercer intento Andrés Manuel López Obrador se consagró presidente de México por la coalición Juntos Haremos Historia. La coalición está conformada por el partido de López Obrador, Movimiento de Regeneración Nacional (MORENA), el Partido de los Trabajadores (PT) y el Partido Encuentro Social. Es la primera vez desde el año 1929 que un presidente mexicano no pertenece ni al Partido Revolucionario Institucional (PRI) y ni al Partido Acción Nacional (PAN). El PRI gobernó México ininterrumpidamente entre los años 1929 y 2000.

López Obrador ganó con el 53% de los votos y se consagró vencedor en 31 de los 32 Estados que conforman el país, siendo uno de los presidentes mexicanos más votados. En su primera presentación, en el año 2006, había perdido las elecciones presidenciales por escaso margen (244.000 votos), la segunda vez la derrota fue más contundente perdiendo con Peña Nieto por 3,3 millones de votos.

Las principales medidas económicas que López Obrador anunciaba en su campaña presidencial fueron:

- **Aumentar el salario mínimo:** En la actualidad el salario mínimo se encuentra en USD 4,6 y pretende incrementarlo 15,6% por año más la inflación.
- **Apoyo económico para adultos mayores y jóvenes:** Se propone una pensión universal para adultos mayores de USD 78 por mes, lo que aumentaría el gasto público en USD 4.054 millones. Además, un programa de becas para jóvenes de USD 187,20 y USD 124,80 por mes.
- **Congelar el precio de los combustibles en términos reales:** Que el precio de las naftas no pueda aumentar por encima de la inflación general.
- **Reducir el IVA en la frontera:** Disminuir el IVA en zonas de frontera de 16% a 8% para aumentar el consumo privado.

- **No aumentar impuestos:** Esto implica mantener el impuesto a las ganancias en 35% y el IVA en 16%. En este sentido deberá buscar otras vías de financiamiento.
- **Mantener la autonomía del Banco Central de México:** Disminuir la intervención del gobierno que pueda poner topes a la tasa de interés.
- **Mantener el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN):** López Obrador manifestó que mantendrá en vigencia el TLCAN que actualmente se encuentra en revisión.

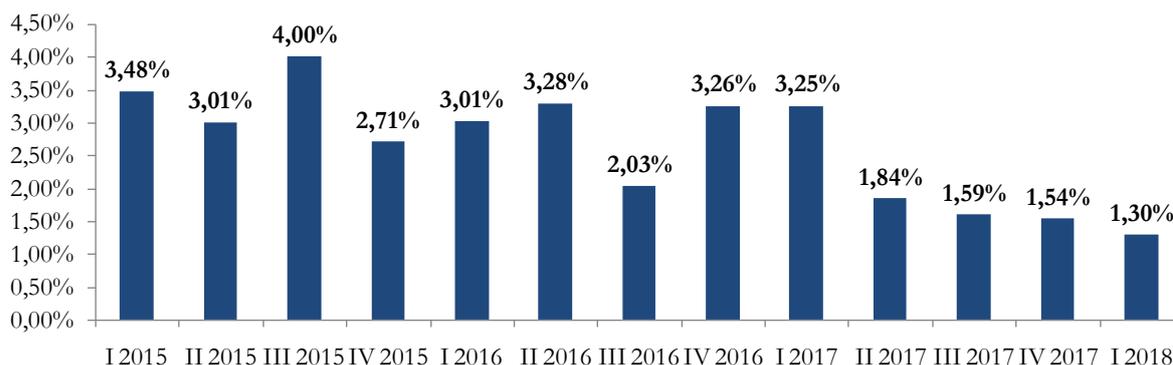
El presidente electo López Obrador manifestó el respaldo al equipo técnico del actual gobierno que está renegociando el TLCAN. Uno de los temas a discutir en la revisión del TLCAN, que fue planteado por EEUU y Canadá, es la disminución de la brecha salarial que existe a favor de los trabajadores de EEUU y Canadá y en detrimento de los trabajadores mexicanos, de esta forma se busca equilibrar la competencia por inversiones. Otro tema controversial es la modificación de la regla de origen en la industria automotriz, el 62,5% de las partes de un vehículo deben originarse en México, EEUU o Canadá para evitar los aranceles. Los EEUU proponen aumentar el origen de partes al 75% y las autoridades mexicanas realizaron la contrapropuesta del 70% sin pagar aranceles y sin ningún agregado sobre temas laborales.

López Obrador va a heredar del presidente Peña Nieto un país conmocionado por la violencia, en el año 2017 se cometieron 29.200 asesinatos y en mayo de 2018 se cometieron 2.890 asesinatos cifra nunca antes ocurrida en un solo mes. Los carteles de drogas se fortalecen y luchan entre sí por el dominio territorial. Otro tema heredado es el crecimiento de la pobreza, según el Consejo Nacional de Evaluación de la Política de Desarrollo Social (CONEVAL) la pobreza alcanzó a 53,4 millones de personas (43,6% de la población) en el año 2016 y está en ascenso.

3. La Economía

La economía mexicana creció 2,04% en el año 2017 y 1,3% en el primer trimestre del año 2018 respecto de igual período del año anterior. El gráfico 8 muestra la evolución de las tasas de crecimiento interanual del PIB mexicano entre el primer trimestre del año 2015 y el primer trimestre del año 2018. Se observa, una marcada desaceleración del crecimiento mexicano a partir del segundo trimestre del año 2017.

GRÁFICO 8. CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB DE MÉXICO. I TRIM 2015 – I TRIM 2018



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de México

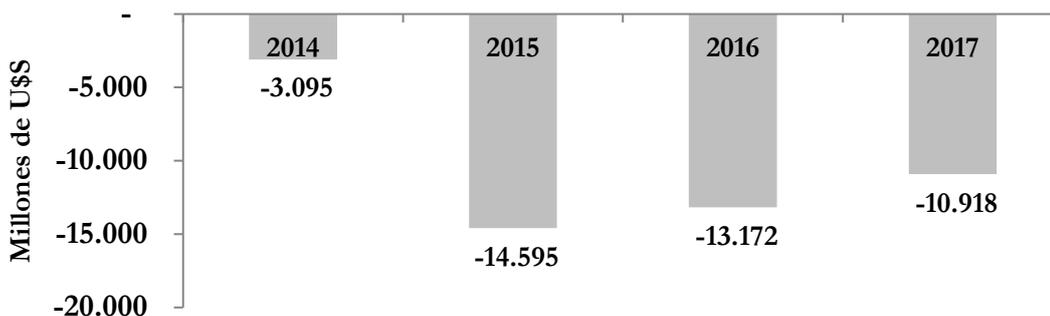
La reducción en la tasa de crecimiento del PIB se debe en parte al estancamiento de la inversión debido a la incertidumbre que genera la renegociación del TLCAN y la relación bilateral entre EEUU y México teniendo en cuenta las decisiones sorpresivas del presidente Trump. Durante el año 2017 la inversión bruta cayó 1,5% y representa el 20,5% del PIB. La producción industrial cayó 0,6% durante el año 2017, la construcción se redujo 1,05% y el rubro obras de infraestructura y civil se disminuyó 10% en el año 2017.

Por su parte, el consumo tuvo un incremento del 3% en el año 2017 y las ventas minoristas subieron 0,5% en términos reales. La inflación aumentó alcanzando el 6,8% en el año 2017 y se observa una reducción en lo que va del año

2018. La variación mensual del índice de precios de mayo del año 2018 fue -0,16% y la de junio 0,39% y el cambio interanual fue 4,51% y 4,65% respectivamente. Se observa una tendencia decreciente de la inflación que impactará positivamente en el consumo durante el año 2018.

En el caso del sector externo, el 80% de las exportaciones mexicanas se dirigen a EEUU. En el año 2017 las exportaciones alcanzaron los U\$S 409.451 M, mayores en un 9,5% respecto del año 2016 y el balance comercial fue deficitario en U\$S 10.918 M. En los primeros cinco meses del año 2018 el balance comercial fue negativo de U\$S 3.652 M.

GRÁFICO 9. SALDO COMERCIAL. 2014 – 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de México

El gráfico 9 muestra el saldo de la balanza comercial desde el año 2014 hasta el año 2017. Se puede ver un déficit de balanza comercial que se reduce entre el año 2015 y 2017 principalmente por el comercio con EEUU. La balanza comercial mexicana con EEUU durante 2017 exhibió un superávit de U\$S 132.366 M y aumentó 7,7% respecto del año 2016. Esto indica que gran parte de la demanda agregada de EEUU sostiene el crecimiento mexicano.

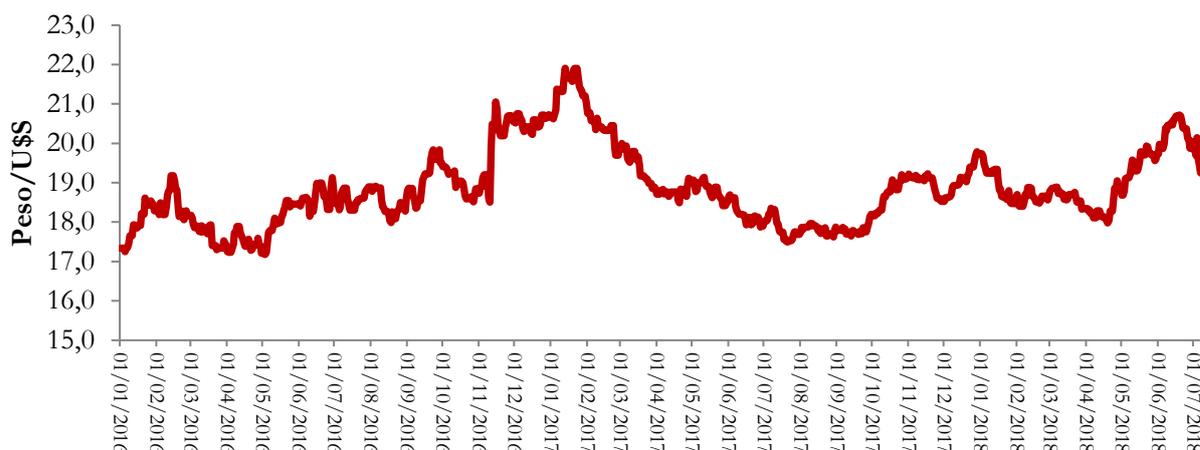
En cuanto a las importaciones en el año 2017 fueron U\$S 420.369 M un 8,6% más que en el año 2016 y en los primeros cinco meses del año 2018 llegaron a U\$S 185.252 M. Además, del total importado el 46,4% provenía de EEUU. El 76% de las importaciones mexicanas pertenecen al rubro de bienes intermedios, el 14% bienes de consumo y el 10% bienes de capital.

El alto porcentaje de bienes intermedios importados tiene que ver con la industria de las maquiladoras en México. Las empresas manufactureras importan componentes de otro país sin aranceles, principalmente Estados Unidos, para ensamblarlos en México y volverlos a vender fuera de sus fronteras, reduciendo costos gracias a la barata mano de obra mexicana. Esto también explica que el 89% de las exportaciones mexicanas son bienes manufacturados.

El futuro de las empresas de las maquilas, que en su mayoría están instaladas en la frontera de México y EEUU, depende en parte del resultado de la renegociación del TLCAN. Por este motivo, estas empresas se oponen a que se fijen en el TLCAN los salarios de los trabajadores mexicanos de este sector, como solicitó EEUU. Las autoridades de EEUU proponen un salario de U\$S 15 la hora para trabajadores mexicanos, según autoridades mexicanas este salario reduciría la competitividad de la economía de México.

En cuanto a la moneda mexicana, se depreció un 10% entre mayo y junio del año 2018 alcanzando los \$20,72 por dólar, al igual que lo hicieron varias monedas de la región, pero luego comenzó a apreciarse lentamente y alcanzó los \$19,25 por dólar, más cercano a los 18,93 de promedio del año 2017. El gráfico 10 muestra la evolución del tipo de cambio mexicano desde enero de 2016 y hasta julio del año 2018. Si el TLCAN resulta favorable para México incrementando la inversión extranjera directa y el balance comercial, el tipo de cambio podría continuar apreciándose.

GRÁFICO 10. TIPO DE CAMBIO 01/01/2016 AL 10/07/2018



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de México

En cuanto a los números fiscales, durante el año 2017 el gobierno tuvo superávit fiscal del 1,4 % del PIB, desde el año 2008 que no se observaba un superávit primario en las cuentas del gobierno mexicano. Esto se debió principalmente a la reducción del gasto total en un 3% durante el 2017 y en menor medida ayudó la recuperación del precio internacional del crudo.

En síntesis, México posee perspectivas de aumentar su tasa de crecimiento económico para el año 2018 basadas sobre el fortalecimiento de la economía de EEUU que demandaría los productos mexicanos. Según las proyecciones del FMI el crecimiento mexicano alcanzaría 2,3% y en el año 2019 sería de 3,1%. El futuro de la economía de México dependerán en parte de los resultados de la renegociación del TLCAN. El acuerdo avanza lentamente y esto podría retrasar inversiones en México. Además, será determinante las relaciones bilaterales con EEUU luego de las declaraciones del presidente Trump y la reciente imposición de aranceles al acero y al aluminio.

INDICADORES

Indicador	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	4,9%	4,3%	3,7%	3,4%	4,9%	4,0%	3,0%	4,1%	5,1%	1,4%	-2,7%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,7%	-0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,5%	0,5%	0,6%	-0,2%	-0,1%	-0,9%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%	13,0%	15,4%	6,8%	-4,7%	-31,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%	14,8%	-28,6%	14,4%	7,9%	-8,6%	4,1%	-26,9%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	4,6%	5,9%	5,5%	4,2%	4,7%	2,7%	-1,9%	1,9%	8,5%	4,2%	2,1%	-3,3%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,3%	1,3%	-0,4%	-0,1%	-0,4%	0,9%	-1,3%	1,0%	1,5%	2,4%	-2,0%	-0,8%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	5,2%	6,0%	3,7%	5,2%	2,5%	0,9%	0,3%	1,5%	7,5%	3,6%	4,7%	-0,9%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,1%	1,6%	-1,4%	0,6%	-0,6%	-1,2%	1,4%	0,6%	0,4%	-0,9%	-0,5%	-0,9%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	6,6%	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	2,6%	5,3%	1,2%	3,4%	-1,2%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	17,0%	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	21,6%	14,5%	19,0%	16,6%	8,3%	14,0%	5,8%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%	11,2%	14,3%	12,4%	2,4%	18,4%	7,4%	-5,4%
<i>Var. % m/m, desest.</i>	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%	-9,0%	-7,7%	6,4%	-0,7%	9,4%	-5,0%	-9,1%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	16,9%	19,7%	7,5%	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%	14,2%	4,7%	13,3%	-3,8%	-2,8%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.150	5.293	5.243	5.238	5.241	4.642	4.515	4.767	4.294	5.360	5.178	5.162	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-2,2%	6,6%	-9,0%	3,9%	11,2%	-4,0%	-1,7%	11,1%	10,1%	17,4%	6,5%	-6,0%	n/d
Importaciones en USD	5.900	6.041	6.314	5.963	6.196	6.151	5.362	5.736	5.197	5.958	6.102	6.447	n/d
<i>Var. % a/a</i>	14,9%	28,8%	25,0%	27,4%	28,3%	30,3%	18,5%	32,1%	26,3%	8,8%	22,7%	6,3%	n/d
Saldo Comercial en USD	-750	-748	-1.071	-725	-955	-1.509	-847	-969	-903	-598	-924	-1.285	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	195,2	205,5	196,3	198,1	198,7	201,0	200,6	203,1	212,9	217,2	219,0	223,4	210,1
<i>Var. % a/a</i>	-12,7%	-1,3%	-1,7%	0,1%	1,0%	1,1%	0,3%	-0,4%	4,0%	9,3%	13,1%	14,3%	7,6%

Indicador	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,2%	1,7%	1,4%	1,9%	1,5%	1,4%	3,1%	1,8%	2,4%	2,3%	2,7%	2,1%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,3%	1,8%	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,7%	1,5%	2,1%	2,6%	2,1%	2,7%	n/d
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,4%	1,7%	1,5%	2,0%	1,3%	1,2%	3,4%	1,6%	2,6%	2,5%	2,6%	1,9%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%	1,4%	1,3%	1,6%	1,5%	2,2%	2,5%	2,1%	2,6%	n/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	23,4%	22,9%	25,9%	26,2%	24,5%	23,6%	26,1%	25,8%	26,3%	25,4%	3,0%	2,3%	n/d
<i>Var. % t/t, m/m</i>	1,5%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	3,3%	1,6%	2,6%	2,1%	1,9%	2,3%	n/d
Indicadores Fiscales													
Ingresos Totales Var. % a/a	24,3%	28,3%	30,5%	26,5%	31,8%	18,4%	-18,6%	19,3%	26,7%	21,7%	20,9%	33,0%	n/d
Gastos Primarios Var. % a/a	25,6%	22,9%	17,4%	17,3%	6,0%	27,2%	5,9%	19,5%	18,4%	17,6%	14,1%	18,0%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)													
<i>Mediana</i>	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	25,0	25,0	30,0
<i>Media</i>	27,3	29,3	27,9	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4	27,0	29,2	33,1	33,3	35,8
Confianza del Consumidor (UTDT)													
<i>Índice</i>	42,0	42,5	47,6	51,0	51,1	51,1	43,2	45,2	43,8	43,8	40,1	36,1	36,0
<i>Var. % m/m</i>	-8,1%	1,0%	12,1%	7,2%	0,1%	0,0%	-15,5%	4,7%	-3,0%	0,0%	-8,5%	-10,0%	-0,3%
<i>Var. % a/a</i>	-1,5%	-6,9%	11,8%	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%	7,7%	7,0%	-13,2%	-21,2%	-14,4%